
O VALOR DA MARCA COMO UM ATIVO INTANGÍVEL: UM ESTUDO DE CASO DA WEG S.A.

THE VALUE OF THE BRAND AS NA INTANGIBLE ASSET: A CASE STUDY OF WEG S.A.

Juliana Pauli Teixeira

Universidade Federal de Santa Catarina
Rua: Campus Trindade; Florianópolis – SC,
CEP 88040-070
E-mail: julm_2@hotmail.com

Sergio Murilo Petri

Professor Doutor da Universidade Federal de Santa Catarina
Rua: Campus Trindade; Florianópolis – SC,
CEP 88040-070
E-mail: smpetri@gmail.com

Tatiane de Oliveira Marques

Mestranda do Programa de Mestrado - UFSC
Universidade Federal de Santa Catarina
Rua: Campus Trindade; Florianópolis – SC,
CEP 88040-070
E-mail: tatianedemarques@gmail.com

Recebido: 03/08/2011 2ª versão: 21/08/2012
Aprovado: 08/08/2012 Publicado: 31/08/2012

RESUMO

Este estudo tem como objetivo identificar uma metodologia para mensuração de marcas, pois o valor de mercado de uma empresa não pode ser explicado apenas pelos seus ativos tangíveis, mas também pelos ativos intangíveis. Portanto, procurou-se elaborar um caso prático de mensuração para a marca baseado no método de fluxo de caixa descontado. Desta forma, utilizou-se da ferramenta denominada *Scorecard* da Marca para identificar e quantificar a influência exercida pela marca na geração de fluxos futuros de uma empresa do setor de bens industriais, máquinas e equipamentos, motores e compressores, mercado de atuação da WEG S.A., empresa analisada. Os resultados desse método de mensuração permitem as empresas avaliarem seus ativos intangíveis. Embora as normas brasileiras não considerem como ativos intangíveis às marcas geradas internamente é impossível desconsiderar o impacto que as marcas agregam aos resultados financeiros das empresas.

Palavras-chave: Ativos Intangíveis; Marcas; Fluxo de Caixa Descontado.

ABSTRACT

This study aims to identify a methodology for measuring marks, because the market value of a company can not be explained only by its tangible assets, but also by intangible assets. Therefore, we sought to develop a practical case of measurement for the brand based on the method of discounted cash flow. Thus, we used the tool called Brand Scorecard to identify and quantify the influence of the brand to generate

future cash flows of a company in the industrial goods, machinery and equipment, engines and compressors, market performance of WEG S.A. analyzed company. The results of this measurement method enables firms to evaluate their intangible assets. Although the Brazilian rules do not consider the brands as intangible assets generated internally is impossible to disregard the impact that brands add to the financial results of companies.

Keywords: Intangible Assets; Trademarks; Discounted Cash Flow.

1. INTRODUÇÃO

O valor de mercado de uma empresa não pode ser explicado apenas pelos seus ativos tangíveis, principalmente nos dias de hoje, no qual parte do valor de uma empresa está atribuída aos chamados ativos intangível, como as marcas, patente, capital intelectual, pesquisa e desenvolvimento, direitos autorais, franquias e licenças, *godwill*, entre outros.

Os ativos intangíveis ganharam espaço, superando inclusive em alguns casos o valor dos ativos tangíveis. Sabe-se que a marca de uma empresa pode valer muito mais do que seu patrimônio, essa relação que os ativos intangíveis têm com o valor de mercado é considerada significativa para análise e mensuração do valor da empresa.

Embora, as normas brasileiras não reconheçam as marcas geradas internamente como ativos intangíveis, existem estudos e teorias que discutem as maneiras de avaliar os reflexos que essas marcas geram ao valor adicional das empresas.

Apesar da utilização de vários métodos de avaliação pelos analistas, os mais difundidos, são os baseados nos valores projetados de fluxo de caixa descontados a valor presentes, utilizando-se como taxa de desconto aquela que reflita o risco inerente do ativo introduzindo o método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD).

Portanto, nesse trabalho foi realizada uma pesquisa em cima de alguns conceitos e estudos de mensuração de ativos intangíveis, em especial trata da marca. Para mensurar este valor, foi utilizado o método do Fluxo de Caixa Descontado com auxílio da ferramenta *Scorecard* da Marca que identifica e quantifica a influência que a marca exerce na geração de fluxos futuros de uma empresa, proposto por Milone (2004).

O objetivo geral desse trabalho é aplicar a metodologia proposta por Milone (2004) para mensuração de marcas, por meio do método do Fluxo de Caixa Descontado com auxílio da ferramenta *Scorecard* da marca, que atribui características direcionadoras de valor às mesmas. E para atingir ao objetivo geral, constituem-se os objetivos específicos: i) identificar a importância que os ativos intangíveis exercem sobre os ativos tangíveis de uma empresa; ii) identificar as dificuldades existentes, no Brasil, para mensurar marcas geradas internamente; iii) apresentar o valor da marca de uma empresa do setor de bens industriais, máquinas e equipamentos, motores e compressores; iv) identificar as vantagens e desvantagens do método utilizado.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

No século XX houve uma mudança com relação à ênfase dada aos ativos intangíveis. A importância gerada ao redor dessa temática vem sendo cada vez mais difundida, principalmente quando se trata de valorização de empresas.

A avaliação do valor de uma empresa se dá pela análise dos ativos que a compõem. Para Stewarte

(*apud* KAYO, 2002) o valor total de mercado de uma empresa é a soma de seus ativos tangíveis e intangíveis. Portanto, para analisar totalmente o valor de mercado de uma empresa o investidor tem que somar todos os seus ativos, ou seja, somar os ativos corpóreos e os incorpóreos.

2.1 Natureza dos ativos

É necessário abordar, ainda que brevemente, a natureza dos ativos, já que são componentes do patrimônio das entidades. Os ativos geralmente são conhecidos por serem os bens e direitos de uma entidade. Os ativos representam os investimentos realizados no estabelecimento empresarial, são as aplicações de recursos (HOOG, 2008, p. 291). Assim pode-se dizer que um ativo deve ser mensurável monetariamente, ser controlado pela entidade e apresentar benefícios presentes ou futuros.

Contudo, fica entendida que a característica fundamental do ativo é sua capacidade de gerar benefícios futuros à entidade que os tem como propriedade, sendo capazes de se transformar em fluxos líquidos de entradas de caixa.

Iudícibus (2009, p. 125) relata que uma definição bastante interessante de ativos que se chegou com várias turmas de alunos tanto da USP como PUCSP é que ativos são “como recursos controlados por uma entidade capaz de gerar, mediata ou imediatamente, fluxos de caixas”. Desta forma ainda contribui dizendo que o termo *recursos* é amplo e inclui tangíveis e intangíveis.

2.2 Ativos intangíveis

Em muitas empresas ou segmento de negócios, a maior parte da geração de valores está atrelada justamente a parcela intangível e grande parte de seu valor de mercado está atrelada a marca que foi desenvolvida internamente durante vários anos dificultando assim a avaliação do seu custo histórico para registro na contabilidade (MILONE, 2004).

Uma definição dada para ativos intangíveis por Hendriksen e Van Breda (2009), é que “são bens que não podem ser tocados, porque não tem corpo”, mas afirma ainda que não deixam de ser ativo simplesmente por não possuírem substância e seu reconhecimento deverá obedecer às mesmas regras válidas para todos os ativos.

O autor ainda comenta que os ativos intangíveis formam uma das áreas mais complexas da teoria da contabilidade, podendo ser em relação à dificuldade da sua identificação, pelas incertezas sobre mensuração e estimação de sua vida útil e até mesmo sobre o potencial de geração de benefícios econômicos futuros. Mas os ativos intangíveis estão ganhando espaço no mercado, alto investimento e em alguns casos superam o valor dos ativos tangíveis e inevitavelmente surge a busca por maiores orientações para o seu tratamento contábil.

No entanto, as normas internacionais de contabilidade tomaram uma postura conservadora em relação ao registro desses valores, proibindo o reconhecimento de tal valor no balanço patrimonial das entidades, mas curiosamente em todas as fusões e aquisições a diferença entre o patrimônio líquido contábil e o custo de aquisição é bastante significativa, justamente em virtude dos ativos intangíveis que possuem valor.

No Brasil, o valor da marca, seja da empresa de serviço ou de produto, devidamente registrada no INPI, era registrado no grupo Imobilizado do Ativo Permanente. Com as alterações da Lei 6.404/76 pela Lei 11.638/2007, foi criado então o subgrupo Intangível no Ativo Permanente, que em 2009 com a Lei 11.941 o Ativo foi reclassificado em Ativo Circulante e Não Circulante, permanecendo o intangível neste último grupo.

Diante de constantes mudanças o ativo intangível engloba hoje os valores antes figurados dentre os

bens do ativo imobilizado que eram classificados como bens incorpóreos.

A definição de ativo intangível requer que ele seja identificável, para diferenciá-lo do ágio derivado da expectativa de rentabilidade futura, e para ser identificável deve ser separável, ou seja, ser separado da entidade e vendido, transferido, licenciado, alugado ou trocado, individualmente ou junto com um ativo ou passivo relacionado, ou ainda o ativo intangível deve resultar de direitos contratuais ou outros direitos legais, independente de tais direitos serem transferíveis ou separáveis (CPC 04).

Para ser reconhecida, a entidade deve ter o controle sobre este ativo intangível, o custo ser mensurado com segurança, bem como ser provável a geração de benefícios econômicos futuros, ou seja, benefícios resultantes do uso do ativo pela entidade.

Para o reconhecimento inicial dos ativos intangíveis, Santos e Costa (2010) recomendam que a entidade deva “avaliar a probabilidade de geração dos benefícios econômicos futuros utilizando premissas razoáveis e comprováveis, que representem a melhor estimativa da administração em relação ao conjunto de condições econômicas que existirão durante a vida útil do ativo”.

Apesar da dificuldade existente em reconhecer e mensurar os ativos intangíveis espera-se que representem adequadamente o potencial da entidade de gerar estes benefícios futuros. Um ativo intangível deve ser reconhecido apenas se atender a definição de ativo intangível e os critérios de reconhecimento (CPC 04).

No entanto, as marcas geradas internamente não atendem a definição de ativo intangível, pois não satisfazem o critério de identificação e seus custos não são separáveis dos custos relacionados ao negócio da entidade.

Apesar do CPC 04 não classificar as marcas geradas internamente como ativos intangíveis por não possuírem a característica fundamental da separabilidade, Hendriksen e Van Breda (1999, p. 399) levantam um questionamento a respeito do reconhecimento apenas dos ativos intangíveis que são adquiridos, “outros recursos gerados internamente não podem ser reconhecidos?”.

Diante desse questionamento, deixar de considerar como ativo intangível as marcas conhecidas no mundo todo, como exemplo a Nike, Coca-Cola, Marlboro, Google, que foram geradas internamente e que são consequência de gastos com propagandas de milhões de dólares, seria não dar importância à valorização que essas marcas podem gerar a uma entidade em torno de bilhões de dólares.

Assim, pela teoria contábil sobre ativo, conclui-se que todo ativo, sendo tangível ou intangível, adquirido ou gerado internamente, tem o seu valor econômico baseado na expectativa de geração de lucros futuro.

2.3 Goodwill

O *goodwill* compõe o grupo dos ativos intangíveis e “é considerado pela maioria dos estudiosos da Teoria da Contabilidade como o mais intangível dos intangíveis” (SCHMIDT E SANTOS, 2002). Contudo, é uma temática que vem sendo vastamente discutida e ainda desperta a atenção de estudiosos por não possuir definição única, por ser relevante e por ser complexo. Canning (1929, p.38) *apud* Santos, Schmidt, Fernandes e Machado (2007, p. 195).

Contadores, escritores de contabilidade, economistas, engenheiros e os tribunais, todos eles têm tentado definir *goodwill*, discutir a sua natureza e propor formas de mensurá-lo. A mais surpreendente característica dessa imensa quantidade de estudos é o número e variedade de desacordos alcançados.

O seu conceito mais aceito está vinculado ao excesso de valor que pode ser gerado a uma empresa diante de seu valor de mercado. O boletim IOB (2008, p.2) define-o como sendo "a diferença entre o que vale a empresa como um todo, funcionando, e a soma algébrica do valor de mercado dos elementos patrimoniais contabilizados". Porém os autores colocam o *goodwill* como: uma expectativa de rentabilidade; um agregado de e benefícios econômicos futuros ou, sintetizando, um conjunto de

intangíveis não identificáveis no processo de aquisição (inclusive a sinergia de ativos e a capacidade de gestão de novos administradores), para os quais obviamente não é possível proceder-se uma contabilização em separado. (IUDÍCIBUS, MARTINS e GELBCKE, 2007, p. 228).

Um ativo intangível é tratado como um ativo identificável. Logo, pode-se dizer que o *goodwill* é um exemplo de um ativo intangível não identificável, ou seja, não pode ser separado da entidade. Portanto, talvez seja essa sua maior diferenciação. Para Santos, Schmidt, Fernandes e Machado (2007, p. 177) “um ativo intangível que encontrar o critério de separabilidade será reconhecido separadamente do *goodwill*”.

Existem duas vertentes para análise do *goodwill*, uma chamada de *goodwill* objetivo (adquirido) e outra de *goodwill* subjetivo.

Marion (2005, p. 7) diz que o *goodwill* objetivo (adquirido) é a diferença entre o valor pago na aquisição da empresa e o valor dos ativos e passivos adquiridos. Já o *goodwill* subjetivo é a diferença entre o valor presente dos fluxos futuros de caixa menos o valor de mercado dos ativos e passivos.

O *goodwill* subjetivo é criado internamente pela entidade, ou seja, não possui um valor definido pelo mercado, para isso, sua avaliação depende de projeções do fluxo de caixa futuro. Para Santos, Schmidt, Fernandes e Machado (2007, p. 209) existem alguns problemas em sua avaliação quanto “a projeção do lucro ou fluxo de caixa futuro; as dificuldades encontradas na definição da taxa a ser utilizada; os problemas relacionados à definição do horizonte”. Esses problemas se dão devido a ajustes arbitrários, ou seja, não definidos por leis e normalmente baseados em evidências não comprovadas.

2.4 Marcas

A marca é um ativo intangível que identifica e caracteriza a entidade que está por trás dela e estima-se ser a marca uma de suas principais fontes de valores. São ativos que representam direitos específicos conferidos a alguém, de modo geral por um prazo determinado e renovável periodicamente, surgem em decorrência dos valores gastos com propaganda, por exemplo, e incluem, além do nome comercial, símbolos, desenhos e logotipos que são usados pela companhia isoladamente ou em conjunto com um produto particular (SCHMIDT e SANTOS, 2002, p. 27).

É também um ativo que proporciona vantagem competitiva e seu valor está relacionado com o retorno de mercado, seu reconhecimento e prestígio, suas vantagens competitivas percebidas pelo consumidor que agregam valor aos produtos ou serviços por ela identificados. A marca quando bem gerenciada é atrativa para os investidores no momento da compra.

A marca é considerada um dos principais fatores de diferenciação de um produto em um mercado competitivo onde existem muitas empresas com ofertas parecidas, podendo ser a responsável pelo sucesso de um produto ou serviço no mercado consumidor (MILONE, 2004).

Apesar de toda a importância que a marca possui para uma empresa, para a contabilidade só é permitido o registros de ativos intangíveis onde a entidade tenha incorrido em custo, não permitindo o registro de marcas geradas internamente. Apesar de não ser permitido este registro na contabilidade, existem algumas formas de cálculo para a identificação do valor desta marca gerada internamente, mas elas não são consenso entre especialistas.

2.5 Modelos de Avaliação

No concorrido ambiente de negócios, estimar o valor dos ativos tem sido um grande desafio para investidores, empreendedores e estudiosos, que discutem sobre o método mais adequado para avaliar e mensurar o valor de uma entidade e ainda existem muitas divergências quanto à análise mais apropriada.

Os métodos de avaliação de empresas podem ser baseados em quatro grupos, conforme apresentado no Quadro 1.

Modelos de Avaliação		
<p>Baseado no Balanço Patrimonial: São modelos que consideram que o valor de uma empresa está, basicamente, em seu balanço patrimonial, esse apresenta valores para as empresas que não guardam relação com seu valor de mercado</p>	Modelo do valor contábil	Considera como valor contábil de uma empresa, de forma líquida, o valor do patrimônio líquido, apresentado no balanço patrimonial, com contas como as de capital social, reservas e lucros ou prejuízos acumulados.
	Modelo do valor contábil ajustado	Procura corrigir a deficiência mencionada no método do valor contábil, atualizando os valores dos ativos e passivos, registrados na contabilidade, ao valor de mercado. Quando se atualizam os valores de ativos e passivos (obrigações com terceiros), encontra-se o valor do patrimônio líquido atualizado, por uma consequência matemática.
	Valor de liquidação	Representa o valor da empresa se essa fosse liquidada, encerrando suas atividades, com a venda de todos os seus ativos e o pagamento de todas as suas obrigações.
	Modelo do valor substancial	Representa o cálculo do valor do investimento que deveria ser feito para constituir uma empresa em idênticas condições às da empresa que está sendo avaliada.
<p>Baseados na Demonstração do Resultado: São modelos baseados na demonstração do resultado do exercício das empresas. Tais modelos buscam determinar o valor das empresas através do volume de lucros, vendas e outros indicadores de resultado que são apresentados.</p>	Modelo do valor dos lucros	Trata como valor patrimonial o resultado da multiplicação das receitas anuais líquidas (lucros) por uma taxa denominada PER, que é a taxa da relação preço lucro. Essa taxa de uma ação indica o múltiplo dos lucros por ação que é pago no mercado de ações.
	Modelo do valor dos dividendos	Considera que os dividendos são uma parte dos lucros que efetivamente foram propostos ou pagos aos acionistas e, em muitos casos, são o único fluxo regular de recursos recebidos pelos investidores.
	Modelo dos múltiplos de vendas	É usado no mercado em alguns segmentos, com certa frequência. Consiste em calcular o valor da empresa multiplicando-se seu volume de vendas por um multiplicador.
<p>Baseados no goodwill: Basicamente, esses modelos procuram determinar o valor da empresa através de uma estimativa que combina o valor de seus ativos líquidos adicionados a um ganho de capital proveniente do valor de futuros lucros.</p>	Modelo clássico	Estabelece que o valor de uma empresa é igual à soma do valor de seus ativos líquidos (a valor de mercado ou a valor substancial) e do valor de seu <i>goodwill</i> . O <i>goodwill</i> nesse modelo é avaliado como um multiplicador da receita líquida da empresa
	Modelo dos peritos contábeis europeus	Para esse modelo, o valor total de uma empresa é igual ao valor dos ativos líquidos reavaliados (valor substancial) adicionado ao <i>goodwill</i> .
	Modelo de compra de lucros anuais	O valor do <i>goodwill</i> é igual a certo número de anos de superlucros.
	Modelo da taxa de risco relativo e de risco livre	De acordo com esse modelo, o valor de uma empresa é igual ao valor de seus ativos incrementado pelo superlucro estabelecido.
<p>Baseados no Fluxo de Caixa: Esses modelos procuram determinar o valor de uma empresa pela estimativa dos fluxos de caixa que devem ser gerados no futuro e então descontam esses valores a uma taxa condizente com o risco do fluxo. São modelos muito aceitos.</p>	Fluxo de caixa livre	O modelo utiliza o denominado fluxo de caixa operacional, que é o fluxo de caixa gerado pelas operações normais da empresa, desconsiderando empréstimos. É o montante financeiro que estará disponível para investimentos em ativos fixos e necessidades de capital de giro.
	<i>Equity cash flow</i>	É o fluxo de caixa remanescente na empresa após a cobertura dos investimentos em ativos fixos e necessidades de capital de giro, após o pagamento de juros sobre financiamentos.
	<i>Capital cash flow</i>	É o fluxo de caixa do capital de terceiros somado ao fluxo de caixa do capital próprio ou patrimônio líquido. Pode-se dizer que é a soma do ECF com o custo do capital de terceiros deduzido da variação dos passivos. Considera-se, para a estrutura de capitais, capital de terceiros e capital próprio, valores de mercado dentro de um balanço econômico.

Quadro 1: Modelos de Avaliações dos Ativos mais utilizados

Fonte: Adaptado de MULLER, TELÓ, 2003

Os diferentes métodos de avaliação também se preocupam com as variáveis subjetivas, como a marca, porém não deixam de avaliar as variáveis objetivas, como o patrimônio.

As avaliações de entidades ou negócios dependem, em grande parte, das expectativas futuras de desempenho. Os métodos e medidas disponíveis para a avaliação acabam por envolver determinado grau de julgamento. Os métodos variam muito e frequentemente envolvem a realização de ajustes arbitrários baseados em evidências empíricas limitadas e no instinto. (MULLER, TELÓ, 2003, p. 97).

O presente trabalho foca o modelo de avaliação do Fluxo de Caixa Descontado conforme definições apresentadas no Quadro 1, que segundo Muller e Teló (2003, p.107) é o modelo geral e todos os modelos derivados iniciam com base nele.

2.6 Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

O modelo de avaliação baseado na utilização do Fluxo de Caixa Descontado é um instrumento gerencial que tem como finalidade controlar e informar todas as movimentações financeiras de um determinado período (IUDICIBUS, MARTINS e GELBCKE, 2007) e é também o método de avaliação de ativo mais aceito, sendo que esse modelo procura determinar o valor de uma empresa pela estimativa dos fluxos de caixa que devem ser gerados no futuro e então descontam esses valores a uma taxa condizente com o risco do fluxo (MULLER e TELÓ, 2003).

Esta metodologia originou dos trabalhos de Stern (1974), nos quais ele notou que os investidores não olham apenas para o valor presente dos lucros futuros como forma de medir o valor de um negócio, mas eles estão preocupados com o valor presente do fluxo de lucros futuros líquidos dos investimentos necessários para manter as taxas de crescimento futuro, ou seja, seu Fluxo de Caixa Livre (STERN, 1974 *apud* MILONE, 2004).

Segundo Milone (2004, p.18) esta colocação é considerada o início para o desenvolvimento da técnica do FCD e Stern (1974) identifica em seu trabalho seis variáveis que afetam diretamente o FCL:

- O lucro operacional após os impostos;
- A expectativa de novos investimentos de capital;
- O custo de capital ligado ao risco do negócio (taxa de desconto);
- O ganho de impostos pelas despesas de juros;
- A taxa de retorno após os impostos esperada nas novas oportunidades de investimento;
- O tempo que o mercado acredita que a administração pode gerar taxas de retorno maior do que sua taxa de risco. (vida útil projeto).

Com isso, o autor observa os componentes que afetam o valor do ativo, ressaltando que não é apenas o fluxo financeiro obtido que deve ser considerado, mas também os custos que afetam o valor do ativo como a vida útil, a taxa de desconto e as premissas operacionais que serão utilizadas.

O fluxo de caixa descontado pode ser mensurado por duas maneiras básicas segundo Silva (2007) *apud* Machado (2007, p.3) “em que a primeira é para obter o fluxo de caixa dos acionistas e a segunda é através do uso do fluxo de caixa livre”.

O fluxo de caixa livre é gerado pela empresa após a dedução dos impostos, investimentos permanentes e variações esperadas no capital circulante líquido. E o fluxo de caixa dos acionistas representa o fluxo de caixa líquido, depois de computados os efeitos de todas as dívidas para complementar o financiamento da empresa. (MARTINS, 2001 *apud* MACHADO, 2007, p. 3).

O Quadro 2 demonstra as diferenciações entre o fluxo de caixa livre e o fluxo de caixa dos acionistas.

Fluxo de Caixa Livre	Fluxo de Caixa dos Acionistas
Receitas Líquidas de vendas (-) Custos das vendas (-) Despesas operacionais (=) Lucro antes dos juros e tributos sobre o Lucro (EBIT) (+) Ajustes das despesas operacionais que não provocam a saída de caixa (=) Lucro antes dos juros, tributos sobre lucro, depreciação, amortização e exaustão (EBITDA) (-) Imposto de Renda/Contribuição Social (=) Geração de Caixa Operacional (-) Investimentos Permanentes (ou desinvestimentos) • Permanentes • Circulantes (=) Fluxo de Caixa livre	Receitas (-) Despesas Operacionais (=) Lucro antes dos juros e tributos sobre o lucro (EBIT) (-) Depreciação e Amortização (=) Lucro antes dos juros e tributos (EBIT) (-) Despesas com Juros (=) Lucro antes dos impostos (-) Impostos (=) Lucro Líquido (+) Depreciação e Amortização (=) Fluxo de Caixa proveniente das operações (-) Dividendos Preferenciais (-) Variação Capital de Giro (-) Pagamento de Principal (+) Entradas decorrentes de novas dívidas (=) Fluxo de Caixa dos Acionistas

Quadro 2: Modelos de Fluxo de Caixa Descontado

Fonte: Adaptado de MACHADO, 2007

Uma empresa é avaliada por sua riqueza econômica expressa a valor presente, dimensionada pelos benefícios de caixa esperados no futuro e descontados por uma taxa de atratividade que reflete o custo de oportunidade dos vários provedores de capital (ASSAF NETO, 2003, p. 586) *apud* Machado (2007, p.3).

Para o autor esta definição é conhecida como fluxo de caixa descontado que pode ser obtido pela fórmula 1:

$$VE = \frac{FCL(\text{ano } 1)}{(1+r)} + \frac{FCL(\text{ano } 2)}{(1+r)^2} + \frac{FCL(\text{ano } 3)}{(1+r)^3} + \dots + \frac{FCL(\text{ano } n)}{(1+r)^n} \quad (1)$$

Onde:

VE= Valor da empresa;

FCL= Fluxo de caixa Livre no ano t;

r = Taxa de retorno.

Portanto, verifica-se que o FCD é uma metodologia capacitada e também vastamente utilizada por estudiosos e investidores para análise de empresas. O valor de uma empresa pode ser calculado através da soma dos seus fluxos de caixas livres, projetados a uma expectativa futura, trazidos a valor presente através de uma taxa de retorno.

2.6.1 Valor Presente Líquido

Considerar o conceito de valor do dinheiro no tempo é fundamental, pois mil reais hoje não valem os mesmo mil reais daqui a um ano. Desta forma, estaria deixando de considerar o custo de oportunidade,

ou seja, se este dinheiro estive-se aplicado em uma poupança com certeza teria sofrido valorização da taxa de juros.

Segundo Copeland e Weston (1992) *apud* Milone (2004, p. 9) “a taxa de juros pode ser conceituada como o preço pelo deferimento do consumo ou pela taxa de retorno de um investimento.”

Portanto, pode-se perceber que a taxa de juros evidencia o efeito que o tempo gera em um investimento.

O conceito de valor presente pode ser definido conforme Milone (2004, p. 9) “é a função de uma taxa de juros composta e pré-determinada além do período de tempo entre a data futura e o momento que se quer estimar o valor desse ativo”. Matematicamente o autor representa este cálculo pela Fórmula 2:

$$PV = \sum \frac{FV}{(1 + r_t)^t} \quad (2)$$

Onde:

PV= Valor presente do ativo;

FV= Valor futuro do ativo;

r = Taxa de desconto no período t;

t = Número de períodos.

Entretanto, é por meio do cálculo do valor presente que se identifica o retorno do investimento, sendo ele a base do Fluxo de Caixa Descontado.

Como já foi citado anteriormente, o valor de uma empresa se dá pela soma dos seus ativos tangíveis mais seus ativos intangíveis, desta forma:

$$EV = VIN + VTG \quad (3)$$

Onde:

VE: Valor da empresa;

VIN: Valor dos ativos intangíveis;

VTG: Valor dos ativos tangíveis.

Porém, Milone (2004, p. 41) atribui o valor total de uma empresa a percepção que agentes econômicos têm de todos os seus ativos. Desta forma, o autor entende que é a somatória do valor dos ativos tangíveis e dos ativos intangíveis podendo ser expressos pela Fórmula 4:

$$VM = VIN + VTG \quad (4)$$

Onde:

VM: Valor de mercado;

VIN: Valor dos ativos intangíveis;

VTG: Valor dos ativos tangíveis.

Já que o objeto de estudo é a marca, há necessidade de tentar definir o valor gerado pelos ativos intangíveis. Sterwart III (1999) apud Milone (2004, p. 42) propôs ao descrever o conceito de Market Value Added (MVA), onde o valor de uma empresa é composto pela somatória do capital investido acrescido do MVA. Entende-se capital investido com a somatória dos ativos tangíveis e MVA um valor aproximado para o valor gerado pelos ativos intangíveis.

$$MVA = VM - VTG \quad (5)$$

Onde:

VM: Valor de mercado;

MVA: Valor aproximado gerado pelos ativos intangíveis;

VTG: Valor dos ativos tangíveis.

Após evidenciação das equações pode-se concluir que:

$$VIN + VTG = \sum \frac{FCL_t}{(1+r_t)^t} \quad ..(6)$$

Onde:

VIN: Valor dos ativos intangíveis;

VTG: Valor dos ativos tangíveis.

FCL_t: Fluxo de caixa livre no período t projetados a valor futuro;

r: Taxa de retorno.

O valor de mercado de uma empresa reflete sua posição econômica e esta pode ser obtida por meio da soma de seus ativos. Portanto, a soma dos ativos tangíveis mais intangíveis é igual à soma dos fluxos de caixas livres projetados a valor futuros trazidos a valor presente, sendo considerada uma taxa de desconto que reflita o efeito que o tempo pode gerar a um investimento.

2.6.1 Taxa de Desconto

Os benefícios futuros são determinados por meio do fluxo de caixa projetado que é trazido a valor presente por uma taxa de desconto. A escolha da taxa de desconto deve ser apropriada para cada metodologia escolhida.

Conforme Silva (2005) apud Machado (2007, p. 4) a metodologia do fluxo de caixa pode ser classificada em:

- Fluxo de caixa operacional ou como é conhecido Fluxo de caixa livre;
- Fluxo de caixa dos acionistas; e
- Fluxo de caixa de capital.

Segundo o autor, a taxa de desconto deve ser utilizada adequadamente conforme a metodologia do fluxo de caixa. Desta forma, para cada fluxo tem-se respectivamente a seguinte taxa de desconto:

- Custo médio ponderado de capital;
- Custo do capital próprio; e
- Custo médio ponderado de capital com economia de impostos.

Milone (2004, p. 19) define custo de capital como o valor mínimo de retorno esperado por uma empresa referente a qualquer investimento feito por ela. É por meio do custo médio ponderado de capital que será determinada a taxa de desconto para fins deste trabalho. Para Milone (2004, p. 19) “o modelo geralmente utilizado é o Capital Asset Prince Model (CCAPM) que fornece os dados para se calcular o custo médio ponderado de capital”.

Portanto, a taxa de desconto determinada pelo custo médio ponderado de capital deve ser utilizada na mensuração do fluxo de caixa livre, conforme Machado (2007, p.5) é calculada pela fórmula 7:

$$r = K_e \times \frac{E}{(E+D)} + K_d \times \frac{D}{(E+D)} \quad ..(7)$$

Onde :

r: Taxa de retorno;

ke: Corresponde ao custo do capital próprio;

kd: Custo do capital de terceiros;

E: Valor total do capital próprio;

D: Valor total do capital de terceiros;

E+D: Valor total da empresa.

Copeland (2001) *apud* Machado (2007, p. 5) acreditam que o principio geral mais importante pra estimar o custo médio ponderado de capital tem que ser condizente com a abordagem geral da avaliação e com a definição do fluxo de caixa a ser descontado. Para isso, é importante que as ponderações de taxas sejam feitas com base no endividamento a preços de mercado. Desta forma, para o autor, a taxa de desconto pelo custo médio ponderado de capital, o custo da dívida, bem como o valor total do capital próprio e capital de terceiros devem ter seus valores correspondentes aos valores do mercado.

O custo de capital de terceiros é resultante da fórmula 8, segundo Machado (2007, p.5):

$$K_d = R_d \times (1 - t) \quad ..(8)$$

Onde:

Rd: Custo da dívida de longo prazo da empresa;

t: Alíquota de impostos (imposto de renda + contribuição social).

Já, CCAPM é resultante da seguinte fórmula, segundo Machado (2007, p. 5):

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) \quad \dots(9)$$

Onde:

R_f: Taxa de retorno de ativos livres de riscos;

Coefficiente beta (β): É a medida do risco sistemático do ativo;

R_m: Retorno de mercado, sendo a diferença entre o retorno de mercado e a taxa livre de riscos caracterizado como prêmio de mercado.

Sabe-se que o retorno sobre um investimento é proporcional ao seu risco envolvido. Segundo Solomon e Pringle *apud* Securato (1993, p. 21) “o risco é o grau de incerteza a respeito de um evento”.

Para Assaf Neto (2003) *apud* Machado (2007, p. 5) o modelo CCAPM, a taxa de retorno (desconto) requerida pelo investidor deve incluir uma taxa livre de risco da economia, mais um prêmio que remunere o risco sistemático apresentado pelo ativo, que é representado pelo coeficiente beta. Sendo definida pela seguinte fórmula:

$$r = R_f + \beta \times (R_m - R_f) \quad (10)$$

Onde:

r: Taxa de retorno;

R_f: Taxa de retorno de ativos livres de riscos;

Coefficiente beta (β): É a medida do risco sistemático do ativo;

R_m: Retorno de mercado.

Pratt (2000) *apud* Milone (2004, p.20) apresenta alguns erros cometidos ao se definir a taxa de desconto, a saber:

- Confundir a taxa de retorno com a taxa de capitalização;
- Não adaptar a taxa da empresa ao risco específico de projetos sob análise;
- Confundir taxa histórica com taxa de desconto esperada;
- Não adequar a taxa de desconto ao tipo de projeção financeira utilizada.

Todo investimento está submetido a um risco que geralmente é proporcional a lucratividade deste. Porém, para todo investimento deseja-se obter um retorno mesmo que mínimo conhecido como custo de capital.

Determinar a taxa correta de desconto é fundamental para a obtenção de resultados satisfatórios. Portanto, como foi visto para a avaliação pelo fluxo de caixa livre deve-se determinar a taxa de desconto por meio do custo médio ponderado.

2.6.3 Limitações do Fluxo de Caixa Descontado

Mesmo sendo uma metodologia vastamente aceita por estudiosos, também usada por investidores que atuam no mercado, o Fluxo de Caixa Descontado não está livre de falhas.

Conforme Damodaran (2002) existem algumas situações onde o FDC se mostra vulnerável. São elas:

- Análise com empresas insolvente;
- Análise com empresas em mercados cíclicos;
- Análise com empresas que possuem ativos não utilizados;
- Análise com empresas novas sem lucros, sem histórico de dados e sem possibilidade de comparações; e,
- Análise com empresas com opções de produtos/ patentes.

Contudo, sua principal deficiência pode ser atribuída à utilização de uma fotografia do passado para estimar futuros desempenhos do ativo, ou seja, pode-se chegar a resultados não precisos, pois o futuro dificilmente ocorre como o passado.

2.6.4 *Direcionadores de Valor para Marca*

Cada vez mais, as marcas geram benefícios às empresas que estão vinculadas, ou seja, são detentoras de uma forte influência na demanda do consumidor, nos canais de vendas e distribuição, na lealdade dos colaboradores e no interesse dos investidores. Porém, diferentemente de um produto ou serviço, tentar mensurar o valor de uma marca é uma tarefa desafiadora, pois seu valor está atrelado a diversos direcionadores.

O *Scorecard* da Marca tem como objetivo principal avaliar e mensurar a representatividade dos principais direcionadores de valor da marca na sua capacidade de geração de valor adicional aos fluxos de caixas futuros de uma empresa (MILONE, 2004).

Desta forma, o autor após analisar a literatura disponível sobre marcas, suas características e seus determinantes de valor concluiu que existem elementos que influenciam no valor da marca.

Apesar da marca possuir aspectos objetivos capazes de gerar valor como: margens operacionais, taxas de crescimento, investimentos em publicidade e pesquisa, entre outros. Há um aspecto subjetivo inerente às marcas, reflexo de relações emocionais existentes entre o consumidor e o produto, em que a maior força da marca encontra-se nos laços emocionais mais fortes, gerando um impacto na capacidade desta marca criar valor econômico adicional (MILONE, 2004).

Os aspectos subjetivos ligados a imagem da marca são mais difíceis de serem mensurados, mas não deixam de ter importância no cálculo do seu valor.

Portanto, para fins desse estudo será utilizada a ferramenta conhecida como *Scorecard* da Marca, desenvolvida por Milone (2004) em seus estudos. Desta forma, serão analisados os atributos citados pelo autor como fundamentais para mensuração do valor da marca, são eles: Atributo de Mercado, Atributo de Alcance, Atributo de Investimento e os Atributo Específicos. Para cada atributo é identificada uma variável financeira que sofre influência do mesmo, desta forma, eles permitem mensurar o impacto sofrido pela marca até hoje e no que diz respeito a sua evolução.

2.6.5 *Atributos de Mercado*

Os atributos de mercado estão relacionados à posição que a WEG S.A. ocupa em seu mercado competitivo. O Setor que atua é o de Bens Industriais, Máquinas e Equipamentos, Motores e Compressores. Os mercados que atua são altamente competitivos e os seus principais concorrentes são

grupos internacionais possuem presença global, capacidade tecnológica e marcas reconhecidas como: General Electric, Siemens e Toshiba.

Para fins deste trabalho, a análise foi realizada apenas sobre a atuação no mercado interno. Portanto esse estudo é baseado na classificação dada pela BOVESPA, Setor de Bens Industriais, Subsetor de Máquinas e Equipamentos no Segmento de Motores, Compressores e Outros.

Conforme divulgou em seu relatório da administração do exercício findo em 31 de dezembro de 2009 a WEG S.A. é líder do mercado brasileiro de motores elétricos e permanece construindo posições de destaque em todas as áreas de atuação no mercado nacional. A sua atuação caracteriza-se, ao longo do tempo, por expandir continuamente e elevar o conteúdo tecnológico da linha de produtos e serviços, de acordo com a estratégia de oferecer soluções industriais completas e integradas.

A liderança de mercado é “uma das componentes mais importantes na capacidade de geração de valor de uma marca, pois o líder de mercado assume a postura de regulador deste, podendo definir preços e margens” (MILONE, 2004, p. 57). Os itens que encontram nesse grupo são: participação de mercado, tempo de liderança e número de concorrentes.

Para o Milone 2004 (p. 57) os três componentes do grupo Atributos de Mercado podem ser entendidos como:

A Participação de mercado corresponde à parcela que uma determinada empresa possui das receitas totais geradas no mercado que atua, conforme a Fórmula 11:

$$PART_i = \frac{R_i}{R_{set}} \quad (11)$$

Onde:

PART_i: Participação de mercado da marca *i* (em %);

R_i: Receita bruta da marca *i*;

R_{set}: Receita bruta total do setor.

O tempo de liderança da marca no mercado confirma o seu desempenho passado e obtém a evolução histórica da marca. A nota é obtida pela Fórmula 12:

$$LID_i = \frac{Q_i}{IDADE_i} \quad (12)$$

Onde:

LID_i: Tempo de liderança da marca *i* (em %);

Q_i: número de anos que a marca *i* se manteve entre as três principais em participação de mercado;

Idade_i: Idade da marca *i*.

A idade da marca será considerada 10 anos, pois é por meio da análise dos últimos anos que se pode observar com maior realidade o desempenho da marca e os impactos do mercado na geração de seu valor.

O número de concorrentes reflete a competitividade do setor em que a marca atua. Quanto maior for esse número, mais difícil é para a marca fidelizar seus clientes.

Concorrentes = Número de marcas concorrentes em seu setor

No entanto, esses atributos analisam o posicionamento diante do mercado que a empresa está inserida, as condições de participação, liderança e concorrência da marca.

3. ATRIBUTOS DE ALCANCE

Os atributos de alcance estão relacionados à abrangência geográfica da WEG S.A., as regiões que atua e o custo que tem para atuar com amplitude.

Esse atributo identifica o potencial que uma empresa tem em obter economias de escala e ganhos no seu processo produtivo, porque empresas que atuam em mais territórios possuem maior oportunidade de obtenção de economias nos seus custos de produção (MILONE, 2004, p.60).

O alcance de mercado é igual ao número de área que uma empresa atua. Milone (2004, p. 60) compreende essa mensuração de acordo com a região de atuação em cinco opções apontadas conforme definidas no Quadro 3.

Classificação	Abrangência de Atuação	Nota
Local	Apenas em uma cidade	0,2
Regional	Atua em Estado ou Região	0,4
Nacional	Atua em todo País	0,6
Multinacional	Atua em mais de um País	0,8
Global	Atua, de forma coordenada, em múltiplos Países	1,0

Quadro 1: Classificação de Alcance Geográfico

Fonte: Adaptado de MILONE, 2004.

Com isso, sendo a WEG S.A. uma empresa com atuação no Brasil, Argentina, México, China e Portugal o seu alcance geográfico classifica-se como uma multinacional.

4. ATRIBUTOS DE INVESTIMENTOS

Os atributos de investimentos estão relacionados com o desenvolvimento da marca WEG, ou seja, o quanto a sua gestão preocupa-se com o seu crescimento. Segundo Milone (2004, p. 63) “altos índices de investimentos em marketing ajudam a fortalecer a imagem da marca perante seu público alvo. Altos índices de investimento em pesquisa e desenvolvimento ajudam a criar novas características à marca”.

Com isso, o autor prioriza como atributos de investimentos os Gastos de Marketing e os Gastos de Pesquisa e Desenvolvimento.

Os esforços despendidos para conquistar o cliente são fundamentais para o desenvolvimento da marca. Além da fidelização ela tem que retê-los na empresa, portanto, são necessários gastos com publicidade e propagandas e pesquisa para desenvolvimento de novos produtos. Sendo esses gastos transformados em futuros retornos ao caixa da empresa.

A formulação dos Gastos com Marketing e Gastos de Pesquisa e desenvolvimento é entendida pelas fórmulas 13 e 14, respectivamente:

$$PGM_{i,t} = \frac{GM_{i,t}}{RL_{i,t}} \quad (13)$$

Onde:

$PGM_{i,t}$: participação da marca i nos gastos de marketing no período t ;

$GM_{i,t}$: gasto de marketing da marca i no período t ;

$RL_{i,t}$: receitas líquidas da empresa i no período t .

$$PPD_{i,t} = \frac{PD_{i,t}}{RL_{i,t}} \quad (14)$$

Onde:

$PPD_{i,t}$: participação da marca i nos gastos de pesquisa e desenvolvimento no período t ;

$GM_{i,t}$: gasto de pesquisa e desenvolvimento da marca i no período t ;

$RL_{i,t}$: receitas líquidas da empresa i no período t .

Desta forma, gastos com os atributos de investimentos permitem a empresa um fortalecimento da sua marca, ou seja, maior competitividade no mercado, proporcionando também, um aumento nas margens de lucratividade.

5. ATRIBUTOS ESPECÍFICOS

Os atributos específicos estão relacionados com o tempo de permanência que a marca WEG ainda irá atuar no mercado, ou seja, a idade da marca e sua evolução histórica.

Segundo Milone (2004, p. 64) “o estágio do ciclo de vida de uma marca oferece subsídios para se identificar as oportunidades de geração de receitas adicionais, o que parece ser uma realidade com marcas mais maduras”. Para o autor a idade da marca pode ser obtida segundo a Fórmula 15:

$$ICV_i = \frac{IDADE_i}{CV_{cat}} \quad (15)$$

Onde:

ICV_i : índice ciclo de vida da marca i (em %);

$Idade_i$: idade em anos da marca i ;

CV_{cat} : número de anos no ciclo de vida dos produtos da categoria.

Além de analisar o ciclo futuro da marca, é necessário analisar o seu comportamento no passado. Segundo Milone (2004, p. 65) “alguns autores apontam que marcas que apresentam um perfil de crescimento constante ao longo do tempo indicam uma característica de maior força em relação ao seu público-alvo”.

Para o autor, a evolução histórica da marca pode ser medida conforme a Fórmula 16:

$$EH_i = \frac{AC_i}{10} \quad (16)$$

Onde:

EHi: evolução histórica da marca i;

ACi: quantidade, nos últimos 10 anos, de períodos que apresentam crescimento das receitas da marca i.

O período de 10 anos foi utilizado como um critério, pois indica o passado mais recente da marca, a evolução que obteve nos últimos dez anos será usada para identificar o seu comportamento no futuro.

Com isso, os atributos específicos analisam a evolução histórica da marca por meio do seu desempenho passado, desta forma, determina-se o tempo de permanência que a marca ainda irá atuar no mercado.

5.1 Sistema de notas e ponderação - *Scorecard* da marca

Após analisar as variáveis financeiras que influenciam no cálculo de cada atributo Milone (2004, p. 66) desenvolveu um sistema de notas para cada um deles. Para isso, os atributos foram reclassificados em três subgrupos, cada qual identificado pela variável financeira mais impactada, conforme Quadro 4.

Subgrupo dos Atributos que impactam Receitas	Subgrupo dos Atributos que impactam Custos operacionais/produção	Subgrupo dos Atributos que impactam Custos de Marketing
Participação de Mercado	Alcance geográfico da Empresa	Tempo de liderança (anos)
Gastos com Marketing	Gastos com Pesq. e Desen. de vendas	Número de Concorrentes
Idade da Marca		
Evolução Histórica		

Quadro 2: Atributos e Variáveis Financeiras impactadas

Fonte: Adaptado de MILONE, 2004.

Para calcular o peso relativo de cada atributo é necessário, em um primeiro momento, calcular as notas de cada um dos atributos, conforme foi apresentado no item anterior. Depois, os atributos são classificados conforme o seu subgrupo de influência determinado pelo Quadro 4. Por fim, divide-se cada atributo pela somatória das notas obtidas pelos atributos de cada subgrupo. Conforme exemplo abaixo:

$$\frac{\text{Peso relativo}}{\text{Atributo de mercado}} = \frac{\text{Nota do atributo de mercado}}{\sum \text{Notas dos atributos que impactam na receita}}$$

Com os pesos relativos identificados para cada atributo, já é possível identificar o valor dos fatores consolidados por subgrupo de influência no fluxo de caixa. Conforme exemplo abaixo:

$$\frac{\text{Valor por subgrupo}}{\text{Atributo de receita}} = \sum (\text{Peso relativo dos atributos de receita} \times \text{atributos de receitas})$$

Essa ferramenta tem o objetivo de mensurar o impacto dos direcionadores de valor na formação do valor da marca.

Existem duas maneiras de influenciar os resultados financeiros quando se deseja gerar sensibilidade ao valor calculado para uma marca pelo método do FCD (MILONE, 2004). A primeira está relacionada a alterações na taxa de desconto, pois ela afeta diretamente a percepção do risco de um ativo, porém de uma forma consolidada onde vários fatores de risco são agregados de maneira conjunta, produzindo um único ponto de sensibilidade. Neste caso, pode-se perder a sensibilidade individual de cada fator. A segunda maneira, ao utilizar sensibilidades individuais para as premissas que formam o fluxo de caixa, é possível adequar a cada contribuição, um fator de risco/retorno de um ativo. Isto se dá por meio da elaboração de um mecanismo que permita adequar as projeções dos fluxos futuros aos direcionadores de valor que afetam aquele ativo.

Portanto, este estudo utilizará a segunda maneira, onde cada atributo específico identificado, mensurado por meio da ferramenta *Scorecard*, é relacionado à variável financeira que mais afeta o fluxo de caixa. Desta forma, cada atributo apresenta um peso relativo que influenciará em um item do fluxo de caixa específico, de modo, a refletir seu impacto na determinação do fluxo de caixa futuro e consequentemente na mensuração do valor da marca.

6. METODOLOGIA

Essa pesquisa tem características de um estudo exploratório e descritivo, por propor-se a aplicar a metodologia desenvolvida por Milone (2004), identificando os principais problemas de mensuração de uma marca a partir de dados qualitativos e quantitativos e aplicar uma metodologia de valoração destes ativos intangíveis para obter a resposta da pesquisa de maneira que os objetivos sejam alcançados.

A primeira etapa é uma pesquisa bibliográfica, pois define conceitos e se adquire um prévio entendimento do assunto. Já a segunda etapa é uma pesquisa documental sendo elaborada a partir de materiais coletados principalmente do *web-site* institucional da empresa WEG S.A, da Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA e da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

Para análise dos dados foi utilizado à metodologia desenvolvida por Milone (2004), uma ferramenta chamada *Scorecard* da Marca com a finalidade de separar o fluxo de caixa da marca do fluxo de caixa da empresa.

Este estudo utilizará a segunda maneira de avaliação proposta pelo autor, ou seja, onde cada atributo específico identificado e mensurado por meio da ferramenta *Scorecard* é relacionado à variável financeira que mais afeta o fluxo de caixa. Desta forma, cada atributo apresenta um peso relativo que influenciará em um item específico do fluxo de caixa, de modo, a refletir seu impacto na determinação do fluxo de caixa futuro e consequentemente na mensuração do valor da marca.

7. ANÁLISE DO RESULTADO

Foram levantados os dados históricos de Balanço Patrimonial (BP), Demonstrações dos Resultados (DRE), Demonstrações de Origem e Aplicação de Recursos (DOAR) e Fluxo de Caixa (FC) dos últimos cinco anos.

Dois pontos foram levados em consideração para análise dos dados. O primeiro refere-se aos dados históricos, responsáveis pela identificação das principais variações, ou seja, taxas de crescimento e retrações do balanço. O segundo refere-se à extração, do fluxo de caixa da empresa, a parcela correspondente à marca.

Após a identificação dos pesos relativos, os valores obtidos foram ponderados e resultaram em fatores que indicam quanto à marca WEG influência em seu fluxo de caixa, conforme Tabela 2 abaixo.

Tabela 2: Fatores Ponderados por Subgrupo de Influência da WEG

Fatores ponderados por subgrupos de influência	
Impactos em receitas	1,21
Impactos em custos diretos	0,78
Impactos em custos comerciais	0,97
Total	-0,54

Fonte: Adaptado de MILONE, 2004.

A marca WEG exerce significativa influência nas taxas de crescimento futuro de suas receitas, de seus custos diretos e seus custos comerciais. Esse resultado reflete a participação intensiva no mercado em que atua, além de ser líder de mercado, é uma multinacional que se preocupa com seu crescimento, investe recursos em Marketing e Pesquisa e Desenvolvimento. Logo, pode-se dizer que a empresa WEG S.A. é detentora de uma marca forte e que essa marca contribui para geração de fluxos de caixa futuros.

Outro item necessário para a avaliação da marca refere-se à taxa de desconto. O custo médio ponderado de capital é a maneira considerada mais adequada à utilização do método do fluxo de caixa livre.

Desta forma, a taxa de desconto utilizada será baseada em um estudo feito pelo site Ação e Reação (2005) sobre a empresa WEG S.A.. Em seu site foram divulgadas premissas que deram origem a dois cenários, tendo em vista, a análise de 12 anos do retorno médio histórico dos investimentos e seu endividamento a preço de mercado.

As premissas utilizadas são conservadoras, sendo o cenário “A” apontado como o mais provável. Desta forma, ele será adotado como base desse estudo para o cálculo do valor total da empresa. Para as taxas de crescimento e de desconto têm-se os seguintes valores conforme Tabela 3.

Tabela 3: Taxas obtidas através do Cenário “A”

Taxas obtidas através do Cenário "A"	
Taxa de crescimento - 10 anos	14%
Taxa de crescimento perpétuo	5%
Taxa de desconto	10%

Fonte: Adaptado de Ação e Reação (2005).

Para o cálculo do valor da empresa através do *Scorecard* foram utilizadas as premissas do Cenário “A”, somente para as taxas de crescimento, porém, a taxa de desconto foi determinada por meio dos atributos que geram valor à marca, dispostos na Tabela 5. Desta forma, têm-se os seguintes valores conforme Tabela 4.

Tabela 4: Taxas obtidas através do *Scorecard*

Taxas obtidas	<i>Scorecard</i>
Taxa de crescimento - 10 anos	14%
Taxa de crescimento perpétuo	5%
Taxa de desconto	46%

Fonte: Dados da pesquisa

O Fluxo de Caixa Livre é um demonstrativo que avalia o lucro gerado pela empresa, o crescimento e a geração de investimentos que permitem a continuidade do negócio.

A WEG S.A. vem demonstrando um forte crescimento nos últimos anos, sendo o valor da empresa obtido a partir do Fluxo de Caixa Descontado. A projeção do Fluxo de Caixa Livre foi elaborada utilizando uma taxa de crescimento de 14% a.a. e uma taxa de crescimento perpétuo de 5% a.a.. Desta forma, os valores encontrados foram trazidos a valor presente utilizando uma taxa de retorno de 9,5% a.a.. O cálculo do valor da empresa está apresentado na Tabela 5:

Tabela 5: Cálculo do Valor da WEG

PROJEÇÃO DO FLUXO DE CAIXA LIVRE (Reais Mil)					
DESCRIÇÃO	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
Valor presente do Fluxo de Caixa	500.815	402.727	419.275	436.503	418.564
Valor presente Total do Fluxo de Caixa	2.177.884				
Valor da Perpetuidade	2.286.778				
Valor Total da Empresa	4.464.662				

Fonte: Adaptado de MILONE, 2004.

O valor total encontrado foi de R\$ 4.464.662 bilhões. No mercado seu valor em 31/12/2009 era de R\$ 10.462.249 bilhões, e seu Patrimônio Líquido de R\$ 2.362.787 bilhões. Este valor incorpora os benefícios gerados por seus ativos tangíveis e intangíveis.

Como se pode observar o valor encontrado não equivale ao valor de mercado e nem ao valor patrimonial, essa diferença pode ser atribuída a diversos fatores, pois a análise feita é apenas uma verificação do valor da empresa e sua marca por meio do método do FCD utilizando apenas informações externas. Como já foi dito, esse método parte da análise de uma fotografia do passado para estimar futuros desempenhos do ativo, ou seja, pode-se chegar a resultados não precisos, pois o futuro dificilmente ocorre como o passado.

O valor da empresa pelo *Scorecard* da Marca é projetado por meio da DRE e pelo Fluxo de Caixa Livre apresentado anteriormente na Tabela 2, utilizando taxa de crescimento de 14% a.a. e uma taxa de crescimento perpétuo de 5% a.a.. Desta forma, os valores encontrados foram trazidos a valor presente utilizando uma taxa de retorno de 46,12% a.a. obtida por meio dos atributos que geram valor a marca. O valor total encontrado por meio da ferramenta *Scorecard* da marca é de R\$ 1.030.551 bilhão. Com o auxílio da ferramenta, foram aplicados os atributos que geram valor a marca no fluxo de caixa, o que possibilitou encontrar um novo valor para empresa, porém líquido dos efeitos da marca WEG. Desta forma, pode-se atribuir um valor para sua marca com relação ao valor de seu negócio, constituindo um valor financeiro para a marca, demonstrado na Tabela 6.

Tabela 6: Valor da Marca WEG

Valor da Marca WEG	
Valor total da empresa	4.464.662
Valor total da empresa pelo <i>Scorecard</i>	1.030.551
Valor da Marca "WEG"	3.434.111

Fonte: Adaptado de MILONE, 2004.

Após aplicar a metodologia proposta, o valor da marca WEG é de R\$3.434.111 bilhões, o que representa 77% do valor total da empresa. Como se pode observar o impacto que a marca WEG exerce sobre o Fluxo de Caixa da empresa é bastante significativo. A visualização do resultado é representada graficamente pelo Gráfico 1.

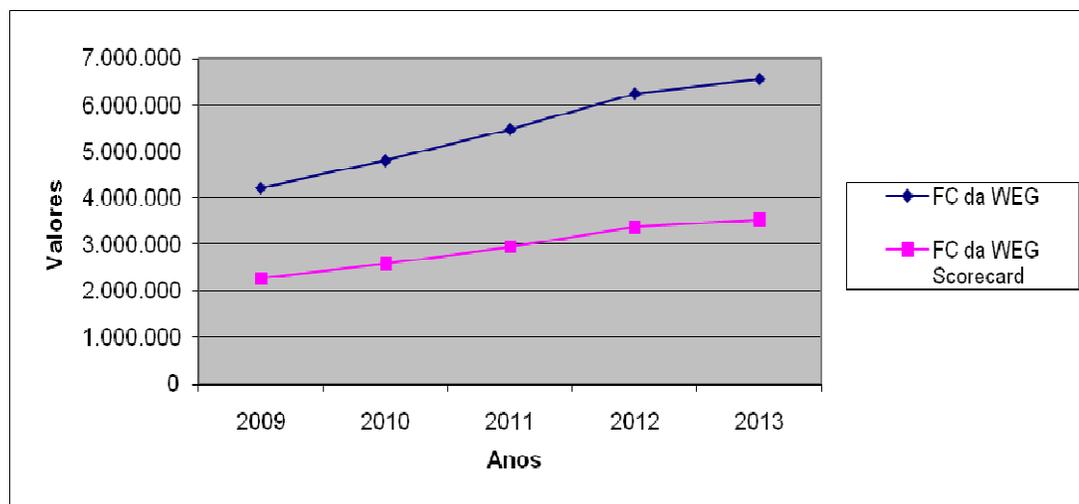


Gráfico 1: Evolução do Fluxo de Caixa da WEG

Fonte: Dados da pesquisa

As curvas de crescimento refletem o resultado da pesquisa. Com a aplicação da ferramenta *Scorecard* da Marca observou-se a queda da reta que representa a evolução das receitas futuras da marca, desta forma, fica explícito o efeito positivo que a marca WEG exerce sobre as receitas da empresa.

8. CONCLUSÕES

Este estudo teve como objetivo aplicar uma metodologia para mensuração de marcas, por meio do método do Fluxo de Caixa Descontado e com auxílio da ferramenta *Scorecard* da Marca, que atribui características direcionadoras de valor as mesmas, proposta por Milone (2004).

A metodologia proposta foi aplicada na empresa WEG S.A. que é considerada uma das principais fabricantes mundiais de equipamentos eletroeletrônicos e é possuidora de uma marca representativa no seu mercado de atuação. A escolha foi restrita a empresas de capital aberto, desta forma, o cenário de informações foi limitado, sendo que não se obteve informações internas.

Foi identificado que o valor de mercado de uma empresa é formado pela soma de seus ativos, sendo que para algumas delas, o valor do ativo intangível é mais expressivo que do ativo tangíveis, pois praticamente não possuem ativos físicos, mas possuem valor de mercado significativo agregado.

As dificuldades existentes no Brasil, para mensurar as marcas geradas internamente são pelo fato de que só podem ser reconhecidos e mensurados aqueles ativos intangíveis que forem adquiridos, tendo seu custo definido ao valor justo na data de aquisição, o qual reflete as expectativas sobre a probabilidade de que os benefícios econômicos futuros incorporados no ativo serão gerados em favor da entidade. Desta forma, as marcas geradas internamente não são consideradas ativos intangíveis, portanto, não podem ser reconhecidas e mensuradas. Porém foi comprovado por meio deste estudo que, apesar de não serem separáveis da entidade, possuem valor agregado, pois são capazes de gerar benefícios futuros a empresa.

O objetivo deste estudo foi atingido, pois após aplicar a metodologia proposta, foi identificado o valor da marca da empresa WEG S.A. que totalizou R\$ 3.434.111 bilhões, o que representa 77% do valor total da empresa. Portanto, o impacto que a marca da WEG exerce sobre o Fluxo de Caixa da empresa é bastante significativo.

O método do Fluxo de Caixa Descontado é bastante aceito e capacitado. Vastamente utilizado por estudiosos e investidores para análise de empresas, permitindo a verificação dos valores que um ativo pode gerar ao fluxo de caixa futuro de uma empresa. Contudo, sua principal deficiência pode ser atribuída à utilização de uma fotografia do passado para estimar futuros desempenhos do ativo, ou seja, pode-se chegar a resultados não precisos, pois o futuro dificilmente ocorre como o passado.

9. REFERÊNCIAS

- Ação e Reação. **Weg: sem desconto a ação já é barata**. 2005. Disponível em: <<http://www.caoreacao.net/weg0205.html>> Acesso em: Maio 2010.
- BOVESPA. **WEG**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: Maio 2010.
- BRASIL. Lei 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 28 dez. 2007. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm>. Acesso em: 11 maio 2010.
- _____. Lei 11.941, de 27 de maio de 2009. Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição, e dá outras providências. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 27 maio 2009. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil/_Ato20072010/2009/Lei/L11941.htm>. Acesso em: 11 maio 2010.
- BOLETIM IOB. Temática contábil e balanços: O capital intelectual integra o goodwill. Fascículo 09. 4. ed. São Paulo: IOB, 2008. (Coleção de manual de procedimentos).
- CPC – COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Técnico CPC - 04: ativo intangível**. Disponível em <http://www.cpc.org.br/pdf/CPC_04.pdf>. Acesso em: 03 nov. 2008.
- CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Intangíveis** (CVM Nº 553, de 12 de novembro de 2008). Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: Maio 2010.
- DAMODARAN, Aswath, 2002. **A face oculta da avaliação**. São Paulo: Makron Books.
- HENDRIKSEN, Eldon S. (Eldon Sende); VAN BREDA, Michael F. **Teoria da contabilidade**. 1 ed., 7. Reimpr. São Paulo: Atlas, 2009.
- HOOG, Wilson Alberto Zappa, 2008. **Lei das sociedades anônimas: comentada com ênfase em temas destacados, e anotada nos demais temas inclusas as modificações da Lei 11.638/07**. Curitiba: Juruá.
- IUDICIBUS, S. **Teoria da Contabilidade**. 9 ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. R.; SANTOS, A. **Manual de Contabilidade Societária. Aplicável a todas as sociedades**. São Paulo: Atlas, 2010.
- KAYO, Eduardo Kazuo. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangíveis e intangíveis intensivas: uma contribuição ao estudo da valorização de uma empresa**. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2002.
- MACHADO, Michele Rílany Rodrigues. **Fluxo de Caixa Descontado: metodologias e critérios adotados na determinação da taxa de desconto**. IN X SEMEAD - Seminários em Administração

- FEA-USP 09 e 10 de Agosto de 2007. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/10semead/sistema/resultado/trabalhosPDF/198.pdf>>. Acesso em: 11 abr. 2010.
- MARION, José Carlos. Reflexões sobre ativos intangíveis. 2005. Disponível em: <<http://www.marion.pro.br/portal/modules/wfdownloads/visit.php?cid=2&lid=7>>. Acesso em: 29 out. 2008.
- MILONE, Mario César de Matos, 2004. **Cálculo do valor de ativo intangível: uma metodologia alternativa para a mensuração do valor de marcas**. São Paulo. Tese (Doutorado em Administração). Universidade de São Paulo.
- MULLER, Aderbal N.; TELÓ, Admir Roque, 2003. **Modelo de avaliação de empresas**. Revista da FAE. Curitiba, v. 6, n. 2, p. 97-112, maio/dez.
- SANTOS, J. L.; GOMES, J. M. M.; FERNANDES, L. A.; PINHEIRO, P. R.; SCHMIDT, P. Ativos intangíveis: fonte de vantagem competitiva. **Contexto**, Porto Alegre, v. 6, n. 10, 2º semestre 2006.
- SANTOS, José Luiz dos; SCHMIDT, Paulo; FERNANDES, Luciane Alves; MACHADO, Nilson Perinazzo. Teoria da Contabilidade. São Paulo: Atlas, 2007.
- SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos, 2002. **Avaliação de ativos intangíveis**. São Paulo: Atlas.
- SECURATO, José R. Decisões Financeiras em condições de risco. São Paulo: Atlas, 1993.
- WEG 2010. **Histórico da WEG**. Disponível em: <<http://www.weg.net/br>>. Acesso em: Maio 2010